

¿Bajará la inflación? Las grandes tendencias para 2023

Dice el refrán que más vale malo conocido que bueno por conocer, pero la inflación quizás supone un caso especial. Vieja conocida de los economistas, no presentaba cifras como las de 2022 desde principios de 1980. En otras palabras, hasta 2021 casi un 45% de la población europea no había vivido jamás con inflaciones tan altas, y solo un 30% las había visto en edad adulta. De hecho, en la última década la inflación preocupaba por su debilidad. Sin embargo, tras la pandemia y la invasión de Ucrania, se ha recuperado rápidamente el terreno perdido: si a finales de 2019 el índice de precios de la eurozona (IPCA) era un 7% inferior a lo que debería haber sido según la inflación objetivo del 2%,¹ el fuerte crecimiento de los precios ha hecho que el IPCA cerrara virtualmente toda esta brecha a finales de 2022. ¿Qué pasará en 2023?

El Big Bang de la inflación

Las fuerzas que han hecho despegar la inflación son globales, más bien impredecibles y exógenas. Ante todo, la pandemia provocó fuertes desajustes entre demanda y oferta al generar disrupciones en la cadena de suministros globales, bloquear el consumo de servicios y redirigir buena parte de la demanda hacia bienes. Así, surgieron cuellos de botella y la inflación empezó a despuntar de la mano de los bienes, el encarecimiento de los alimentos y un efecto rebote en los precios energéticos (que inicialmente se habían desplomado con el estallido de la pandemia). Más adelante, la reapertura total también dio lugar a un alza de precios en los servicios, a medida que estos normalizaban su actividad.

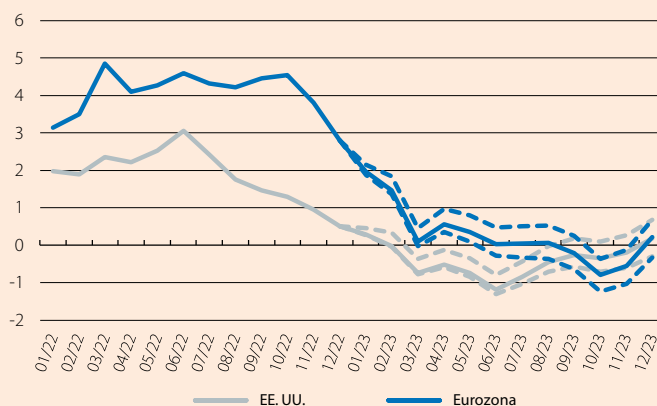
Los desajustes entre oferta y demanda que provocó la pandemia debían tener un efecto transitorio sobre la inflación y, en ausencia de efectos de segunda ronda, desaparecer con la normalización de las economías. De hecho, los cuellos de botella se han ido deshaciendo y, según distintos indicadores, desde otoño de 2022 se encuentran en niveles de relativa poca tensión y contribuirán a frenar la inflación en 2023, aunque es difícil precisar a qué velocidad (la transmisión entre cuellos de botella y precios de consumo fue rápida en 2021, pero la evidencia histórica sugiere que puede haber rezagos que lleguen al año).²

Antes de que esta normalización pudiera materializarse, la invasión de Ucrania añadió más gasolina a la inflación, con una presión inusitada sobre los precios energéticos y acentuando el alza de los alimentos.³ Los movimientos han sido tan virulentos (la energía llegó a repuntar más de un 40% interanual en las principales economías avanzadas) que, a través de su presión sobre los costes de producción, el aumento de los precios energéticos se ha filtrado a una gran parte de la cesta de consumo: por ejemplo, en la eurozona se estima que los componentes «sensibles a la energía» han añadido más de 2 p. p. a la inflación de los servicios y casi 3 p. p. a la de los bienes (aproximadamente el 50% de la inflación en ambos casos).⁴

Con todo, la virulencia de 2022 tendrá, casi mecánicamente, un efecto bajista en 2023. Por un lado, hay que tener en cuenta que, en el conjunto de 2022, el petróleo y el gas, dos de los grandes determinantes de los precios energéticos, repuntaron un 60% (Brent) y 180% (TTF). Repetir estas cifras en 2023 significaría ver precios extremadamente tensionados: el petróleo en los 130 dólares y el gas en los 320 €/MWh. Pero la dinámica de los últimos meses ha sido la opuesta: los precios se han estabilizado y las previsiones (tanto de análisis como de futuros de mercado) sugieren que se mantendrán en cotas inferiores a las de 2022. Así, en ausencia de escenarios extremos, la fuerte contribución directa y positiva de la energía debería diluirse rápidamente (véase el primer gráfico).⁵ Por otro lado, los alimentos se están viendo afectados por efectos de segunda ronda (el alza de los propios alimentos, la energía y otros insumos) y las proyecciones no apuntan a una moderación antes de mediados o finales de 2023.⁶

Por último, tanto la pandemia como la invasión rusa motivaron la activación de ayudas fiscales para acolchar el impacto de las crisis sobre los ingresos de las familias. En la pandemia, las medidas fueron especialmente contundentes en EE. UU., y se estima que contribuyeron significativamente al repunte de la inflación,⁷ mientras que en Europa destacan las ayudas contra la crisis energética: se estima que frenaron la inflación en algo más de 1 p. p. en 2022 y que seguirán restándole 0,5 p. p. en 2023 (en conse-

Energía: contribución a la inflación general (p. p.)



Notas: A partir de enero de 2023, las líneas sólidas muestran la contribución del componente energético estimada según nuestras previsiones de precios de petróleo y gas. Las líneas discontinuas corresponden a un escenario más severo (línea superior, con precios del gas parecidos a los de octubre de 2022 y el petróleo acelerando hasta los 110 dólares) y favorable (línea inferior, con precios del gas según los futuros de enero de 2023 y el petróleo alrededor de los 75 dólares).

Fuente: CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos de Eurostat, del Bureau of Labor Statistics y de Bloomberg.

1. Es decir, si desde principios de 2013 (que fue cuando empezó la debilidad sostenida de la inflación) los precios hubieran crecido un 2% anual.

2. Véase Celasun, O. *et al.* (2022). «Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next?». Fondo Internacional Monetario. De hecho, los precios de producción (sin energía ni alimentos) todavía no muestra una desaceleración acusada.

3. Rusia y Ucrania son grandes productores de alimentos, como el trigo, la cebada o el maíz. Véase el Focus «El impacto del encarecimiento de las materias primas agrícolas en los países emergentes y de bajos ingresos» en el IM12/2022.

4. Véase Lane, P. (2022). «Inflation Diagnostics». The ECB Blog.

5. El gráfico proyecta la contribución de la inflación energética en 2023 a partir de su relación histórica con los precios del petróleo y el gas. Consideramos tres escenarios: (i) nuestras propias previsiones energéticas, (ii) precios tensionados (gas a niveles de octubre de 2022 y petróleo acelerando hacia los 110 dólares) y (iii) precios relajados (gas según los futuros de enero de 2023 y petróleo alrededor de los 75 dólares).

6. BCE (2022). Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2022.

7. Véase De Soyres, F., Santacreu, A. M. y Young, H. (2022). «Fiscal policy and excess inflation during Covid-19: a cross-country view». FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 15 de julio de 2022.

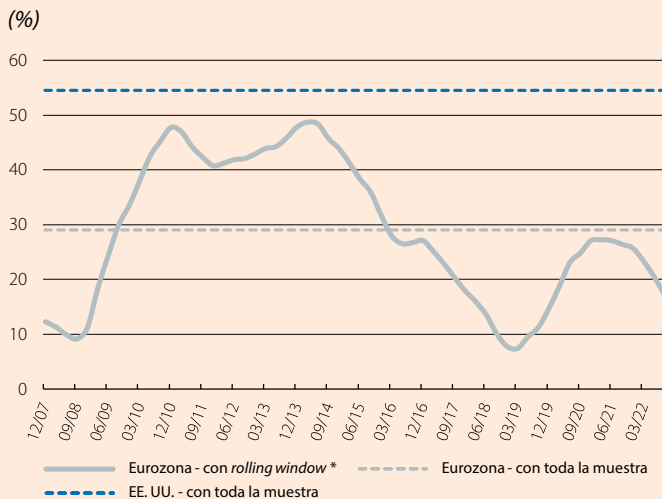
cuencia, su retirada en 2024 tenderá a aupar los precios por un efecto base).⁸

Los efectos de segunda ronda a través de los salarios

Este año, además, los bancos centrales tendrán la mirada puesta en uno de los principales determinantes de la inflación a medio plazo: los salarios. En la teoría, los aumentos salariales superiores al aumento de la productividad generan inflación debido a los mayores costes que las empresas deben asumir. Asimismo, aumentos salariales a tasas dinámicas estimulan la demanda agregada de bienes y servicios, tendiendo a su vez a presionar los precios. Los datos de 2022 nos han mostrado cómo la evolución salarial en EE. UU. ha sido muy dinámica, con aumentos superiores al 5% interanual, mientras que en la eurozona esas tasas se han situado en niveles no muy superiores al promedio histórico (2,4%).

En EE. UU., aunque puede que todavía sea pronto para afirmarlo, ya se ha iniciado una ligera tendencia a la baja de los salarios, por lo que los efectos de segunda ronda no parece que vayan a ser un problema en 2023. En la eurozona el crecimiento salarial viene de tasas bajas pero que van gradualmente al alza. Y es que es plausible que, de la mano de las presiones en el mercado laboral para minimizar la pérdida de poder adquisitivo, en 2023 se observen aumentos salariales superiores a lo habitual. Para cuantificar el impacto que los salarios podrían tener sobre la inflación en los próximos trimestres, identificamos los componentes de la cesta núcleo que han sido, históricamente, sensibles a los aumentos salariales: un 30% en la eurozona y más de un 50% en EE. UU.⁹

Cesta núcleo sensible a los salarios



Notas: Consideramos que un componente es sensible a los salarios si, en la regresión de mínimos cuadrados ordinarios de su evolución de precios frente a los salarios contemporáneos y su rezago, cualquiera de los coeficientes es positivo y significativo al 95%. Para la eurozona, utilizamos la muestra de 2001 a 2019 y para EE. UU., de 2012 a 2019. * En vez de utilizar toda la muestra, realizamos la misma regresión con una muestra de cinco años que vamos moviendo a lo largo del tiempo (rolling window), permitiendo así que un componente pueda ser en algunos periodos sensible a la inflación y en otros, no. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del Bureau of Labor Statistics.

En definitiva, estas perspectivas de una inflación moderándose en 2023, hasta unas cotas por debajo del 4% a finales de año en la eurozona y en EE. UU., apoyan nuestra visión de que el ciclo de subidas de tipos por parte de los bancos centrales debería finalizar antes de este verano (de hecho, antes de la primavera en el caso de la Fed). Sin embargo, tanto la Fed como el BCE querrán mantener una postura restrictiva durante un tiempo para asegurar que se vuelve al objetivo del 2%, una tarea que no será sencilla debido a la inercia que parece que mostrará la inflación núcleo.

8. BCE, *op. cit.*

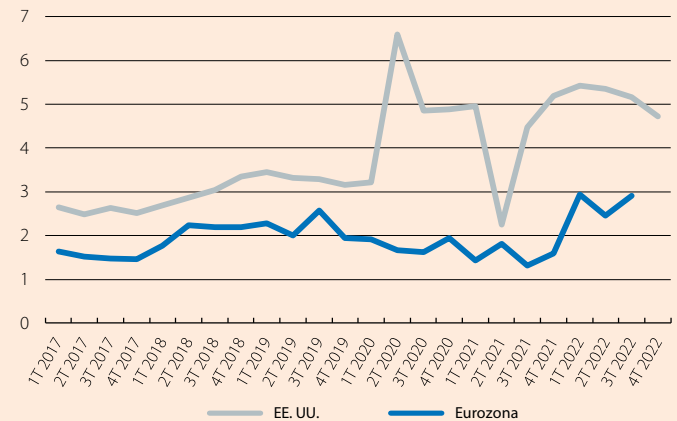
9. En concreto, estimamos una regresión de mínimos cuadrados ordinarios de cada componente de la inflación núcleo (sin energía ni alimentos) contra los salarios contemporáneos y de un trimestre anterior. Consideramos que un componente es sensible a los salarios si cualquiera de los coeficientes de los salarios o su rezago es positivo y significativo al 95%.

10. En vez de utilizar toda la muestra (desde 2001 hasta 2019) realizamos la misma regresión con una muestra de cinco años que vamos moviendo a lo largo del tiempo (rolling window), permitiendo así que un componente pueda ser en algunos periodos sensible a la inflación y en otros, no, bajo las mismas condiciones explicadas en la nota anterior.

11. En concreto, si combinamos la identificación de los componentes sensibles a alzas salariales comentada anteriormente con las inflaciones registradas por estos componentes, vemos que, en su conjunto, explican el 60% de la inflación núcleo en los últimos meses (en línea con su contribución promedio desde que nuestra muestra empieza en 2012).

EE. UU. y eurozona: salarios

Variación interanual (%)



Nota: Para EE. UU., mostramos la evolución de los salarios por hora y en la eurozona, los salarios negociados en convenio.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y del Bureau of Labor Statistics.

Esta cifra ofrece una medida del riesgo a los efectos de segunda ronda. Es decir, si el crecimiento salarial gana dinamismo en la eurozona, sabemos que un 30% de la cesta núcleo tiende a ser susceptible de aumentar también. Ahora bien, hay diversos argumentos que matizan este posible riesgo. El primero es que todavía no se observan presiones salariales significativas en la eurozona. De hecho, los salarios están creciendo muy por debajo de la inflación y las señales de aceleración son contenidas. El segundo es que si, en ese ejercicio ilustrativo, permitimos que los componentes puedan cambiar su condición entre sensible y no sensible a lo largo del tiempo,¹⁰ vemos cómo el peso de los componentes sensibles ha disminuido en la eurozona desde el estallido de la pandemia (véase el tercer gráfico). Y el tercero es que en EE. UU., una economía donde ya se ha observado una fuerte aceleración de los salarios y con una estructura de la cesta de consumo algo más susceptible a los efectos de segunda ronda, la contribución de los componentes sensibles a aumentos salariales en la inflación núcleo se ha mantenido alrededor del promedio histórico.¹¹

De hecho, en EE. UU., el principal componente que está empujando al alza la inflación núcleo, y que es sensible a los salarios, es el coste de la vivienda (*shelter*), con un peso en la cesta superior al 40% y una tasa interanual en el 7%. Se espera que la inflación de este componente se mantenga elevada todavía en la primera mitad de 2023, por la inercia que suele mostrar, aunque de cara a la segunda mitad de año podría empezar a moderarse.

Ricard Murillo Gili